



TITLE:

金融危機と中央銀行(Abstract_要
旨)

AUTHOR(S):

伊豆, 久

CITATION:

伊豆, 久. 金融危機と中央銀行. 京都大学, 2017, 博士(経済学)

ISSUE DATE:

2017-03-23

URL:

<https://doi.org/10.14989/doctor.r13082>

RIGHT:

学位規則第9条第2項により要約公開

(続紙 1)

京都大学	博士（ 経済学 ）	氏名	伊 豆 久
論文題目	金融危機と中央銀行		
<p>（論文内容の要旨）</p> <p>本論文は、リーマン・ショックに対する連邦準備制度理事会（FRB）、欧州危機に対する欧州中央銀行（ECB）、そして1990年代の金融危機に対する日本銀行（BOJ）を対象として、それぞれの金融危機の対応策を比較検討し、「最後の貸し手」機能の多様性と、その背景を明らかにしたものである。</p> <p>第1章では、平常時の3つの「中央銀行のバランスシート」の違いの背景を確認している。欧州では、財政ファイナンスが厳格に排除され、外貨準備も大きいことから、国債の買いオペが行われてこなかったのに対して、米国では、買い切りオペによる国債保有がFRB資産の大半を占める。他方、金融市場や財政の中央銀行への依存度が高い日本では、経済規模に比べて中央銀行のバランスシートが大きく、そのなかでも現金の頻繁な出入りに対応すべく短期オペの比率が高い。また、米国では、市場メカニズムを重視する伝統から、中央銀行による資金供給は供給先・額・方法とも極めて限定的であり、そこから、中央銀行貸出（窓口貸出）が事実上機能しないという「スティグマ」（中央銀行からの借入を「恥辱」とみなす現象）が存在する。</p> <p>第2章では、リーマン・ショックへのFRBの対応を検証している。上述の「スティグマ」により、そもそも経営不安の懸念される金融機関へのFRBの資金供給は難しい上に、金融危機が、サブプライムローンの証券化商品の値崩れ、大手証券会社の破綻、MMFの元本割れ、CP・レポ市場の機能停止という、証券市場・証券会社を起点とする（従来の銀行破綻型とは異なるという意味で）非伝統的なものであった。したがって、FRBの危機対応は、証券会社や保険会社の救済、MMFやCP市場等（広義の）証券市場への介入など、異例の展開を見せたことが明らかにされている。</p> <p>第3章では、欧州危機への対応が取り上げられている。欧州危機はギリシャなどのいわゆる周辺国で起こり、ドイツなどへの影響は軽微にとどまったため、中央銀行の資金供給は周辺国に集中した。その資金は中心国金融機関からの借入の返済に充てられ、その結果、中心国では極端な金融緩和が発生した。つまり欧州の危機対応の特徴は、「ユーロ圏内の不均衡」（民間レベルでの周辺国から中心国への資本逃避と中央銀行レベルでの逆方向への資金供給）という形に現れた。また、危機国への流動性供給において財政構造改革の確約が条件とされるなど、「最後の貸し手」機能をめぐる債権国側と危機国側の厳しい対立も表面化した。その背景にあるのは、財政の統合が進まない中での通貨（中央銀行）の統合という特異な中央銀行制度であったことが明らかにされている。</p> <p>第4章では、1990年代の日本のケースが検討されている。金融機関の破綻処理制度が未整備であった上に、危機が「不良債権型」であったため、対応は漸進的で、日銀は、本来ならば財政や預金保険が果たすべき役割も担うことになった。欧米では見られない破綻先への「特融」や、受け皿銀行への出資が繰り返され、資金不足に陥った預金保険機構にも日銀から巨額の資金が貸し付けられた。米国や欧州が、債務超過先には財政資金で対応し（リーマン・ブラザーズの場合のように、それが不可能な場合には法的倒産も排除せず）、中央銀行は資産超過先への流動性支援に限定しようとしたのと対照的であったことが検証されている。</p> <p>続く2つの章では、金融危機後の金融規制・金融政策における日本の特徴が取り上げられている。第5章では、金融危機を経た欧米では、財政資金等による金融機関の救済への批判が高まり、バイルイン（預金者を含む債権者の損失負担による金融機関</p>			

の再建・破綻処理）が導入された。他方、日本はバイルインに消極的で、むしろ公的資金による救済策（バイルアウト）が整備されてきた。そうした違いの背景には、公的資金に対する納税者の意識の違いやモラルハザードの可能性の違いがあることが示されている。

第6章では、日本銀行の「異次元緩和」の特徴を検討している。本論文で検討された3つの中央銀行とも、危機後の不況・デフレ対策として量的緩和政策を採用したが、日本の場合、過去の実勢からかけ離れた水準に物価目標が設定され、その結果、欧米とは異なった波及メカニズムに依存せざるをえなくなっている。米国では、長期金利（主として住宅ローン金利）の引き下げを直接的な目的としているのに対して、日本では、マネタリーベースの拡大による期待インフレ率の引き上げという不確実性の高い経路を想定している。こうした日本銀行の「異次元緩和」の特徴を、「2%」という目標が設定されるに至る経緯を明らかにし、「2年」という期限の設定の意味を検討している。

(論文審査の結果の要旨)

本論文は、日米欧の中央銀行がそれぞれの金融危機に対して、どのような政策をとったのかを、「バランスシートの変化」と、「平常時と危機時の対比」に着目し、比較検証したものである。それぞれの金融危機に関する文献は数多くあるが、中央銀行のバランスシートの変化へ焦点を当て、そこからの広範な事実の検証と、その意味の解明という点において、本論文は先行研究を越える特徴を持っている。

金融危機に直面した中央銀行が、市中に大量の資金を供給することは、いずれの場合にも共通しているが、中央銀行によってその供給方法や供給対象は異なる。本論文は、それが「どのように、また何故」異なるのかを、金融市場の歴史的特性や金融危機の性格の違いから解明している。本論文の膨大なデータや資料を扱いは適切で、かつそれらの意味の解釈は説得的である。具体的に、本論文の貢献は以下の諸点にある。

第一に、リーマン・ショック時のFRBの対応を、FRBの資金供給の特徴、すなわち金融危機の「MMF危機」としての性格付けから整理している点である。本論文では、通常時のFRBの資金供給方法が、日銀やECBと異なり、「スティグマ」というきわめて抑制的であった歴史的背景を明かにし、金融危機が、銀行の不良債権による従来型のものと異なり、MMFへの取り付けという「証券市場型」のものであったことを解明している。そのため、FRBは、MMFやCP市場といった（広義の）証券市場を対象に資金を供給せざるをえなくなったのである。

第二に、欧州危機に対するユーロシステム（ユーロ圏の中央銀行制度）の対応に関して、ECB政策理事会による決定だけでなく、それを受けたユーロ圏の各国中央銀行の「バランスシートの変化」とその意味を明かにした点である。危機時のユーロシステムでは、共通の条件でのオペであるにもかかわらず、危機国では大量の応札がなされる一方、ドイツへは民間市場での資金還流が大きいため応札額は小さくなる。それが、いわゆる経常収支不均衡に相当する「TARGET2のインバランス」という現象の背景となっていることが示されている。

第三に、1990年代の不良債権処理における日銀資金の役割を明らかにした点である。90年代の金融機関の破綻処理における日銀資金の性格と欧米との比較、また破綻金融機関や預金保険機構との資金フローの解明、さらに破綻処理制度の変遷から見た財政との関係の変化などの指摘は、きわめて貴重な分析であり、その価値を高く評価することができる。

第四に、金融危機後の金融制度改革・金融政策に見られる日本の特徴を明らかにした点である。欧米のバйлアウトと対照的な日本のバイルインの消極的姿勢の背景には、公的資金やモラルハザードに対する主権者意識に、大きな違いがあることが示されている。また、物価安定の目標を2%に設定するに至るまでの議論が詳細に検討されたで、「異次元緩和」の非合理性が明らかにされている。

このように、複雑でテクニカルな面も多い金融危機と中央銀行の対応策を明快に分析したことは、高く評価されるものの、以下のような残された課題も指摘される。

第一は、3つの中央銀行の金融危機対応については、詳細かつ説得的な分析がなされているが、それぞれの中央銀行政策の望ましさ、例えば政策のマクロ経済的な効果の程度といった点については、ほとんど触れられていないことである。もし不十分な政策だったのであれば、代替策も積極的に提示すべきであった。

第二に、量的緩和については、政策の効果やコスト、出口戦略の可能性、日欧と米国との政策のズレなどが、ますます大きな議論となっている。本論文は、日本の異次元緩和に焦点を絞っているが、この点で欧米との比較へと視野を広げることが

望まれる。

第三に、金融危機後の金融規制改革に関しては、欧米では積極的で、日本は消極的であったが、その後欧米でも、規制にともなうコストの大きさやバйлインの実効性などをめぐる議論が高まっている。また米国の新政権も規制の見直しについても、事態は流動的であり、著者の今後の研究のさらなる進展に期待したい。

しかしながら、以上の諸問題は、テーマが現在進行中であることによるところが大きく、著者が今後の研究によって明らかにすべき点であり、それによって本論文の独創性と貴重な学問的貢献をいささかも損なうものではない。よって本論文は博士（経済学）の学位論文として価値あるものと認定する。なお平成29年2月6日に論文内容とそれに関連した口頭試問を行った結果、合格と認めた。

学 識 確 認 の た め の 試 問 の 結 果

氏 名	伊 豆 久		
(試問の科目・方法・判定)			
(科 目)	(方 法)	(判 定)	(備 考)
<u>専攻学術</u>			
金融論	口 頭	合 格	
証券市場論	口 頭	合 格	
国際金融論	口 頭	合 格	
<u>外 国 語</u>			
英語	口 頭	合 格	
フランス語	口 頭	合 格	
(試問の結果の要旨)			
上記のとおり、専攻学術及び外国語の学力に関する試問の結果、本学大学院 博士課程を修了した者と同等以上の学力を有することを確認した。			
平成 29 年 2 月 6 日			
試問担当者氏名			
岩本 武和			
澤邊 紀生			
島本 哲朗			